

האינפלציה בישראל בעשור שקדם לקורונה

התפתחות ופרשנות¹

אלון בנימיני*

תקציר

פרק זה מציג פרשנות כלכלית להתפתחויות במשק, לפיה ניתן לייחס את התרומה העיקרית למגמת הירידה של האינפלציה לאחר שנת 2010 לתהליכים המשתקפים בשינויים מבניים בשוק העבודה ובסחר החוץ של המשק. תהליכים מבניים אלו משולבים במגמות של מחירים יחסיים שונים. על פי הפרשנות המוצעת כאן, בשל ההבדלים בתדירות ההתאמה של מחירים נומינליים שונים, המגמות הללו של המחירים היחסיים השתקפו באינפלציה נמוכה.

לאורך השנים מאופיין שוק העבודה הישראלי בעליית משקל העובדים בענפי השירותים ובתעשייה העילית, על חשבון ירידת משקלם בתעשייה המסורתית. אבולוציה זו בהון האנושי ובתעסוקה של המשק – בשילוב תגליות הגז וירידת מחירי האנרגיה בעולם – משתקפת בעודפים מתמשכים בחשבון השוטף של מאזן התשלומים. במהלך העשור השני של המילניום, העשור שקדם למשבר הקורונה, ההתפתחויות הללו היו משולבות במגמות תואמות של מחירים יחסיים רלבנטיים – עליית השכר הריאלי, ייסוף שער החליפין (להלן שעה"ח) הריאלי וריבית ריאלית גבוהה בהשוואה בין לאומית. סביר להניח אפוא, שבשל מאפיינים שונים של מרכיבי המחירים היחסיים, ההתפתחות של כל אחד מהם השתקפה בסופו של דבר באינפלציה נמוכה.

עם זאת, הצורך של המדיניות המוניטרית להתמודד עם אינפלציה נמוכה במהלך השנים הללו משקף הישג מרשים של רפורמות מבניות מתמשכות, אשר סייעו למשק להתמודד עם ההשלכות ארוכות הטווח של שנות ההיפר-אינפלציה.

¹ בנק ישראל <http://www.boi.org.il>

* אלון בנימיני, חטיבת במחקר – alon.binyamini@boi.org.il

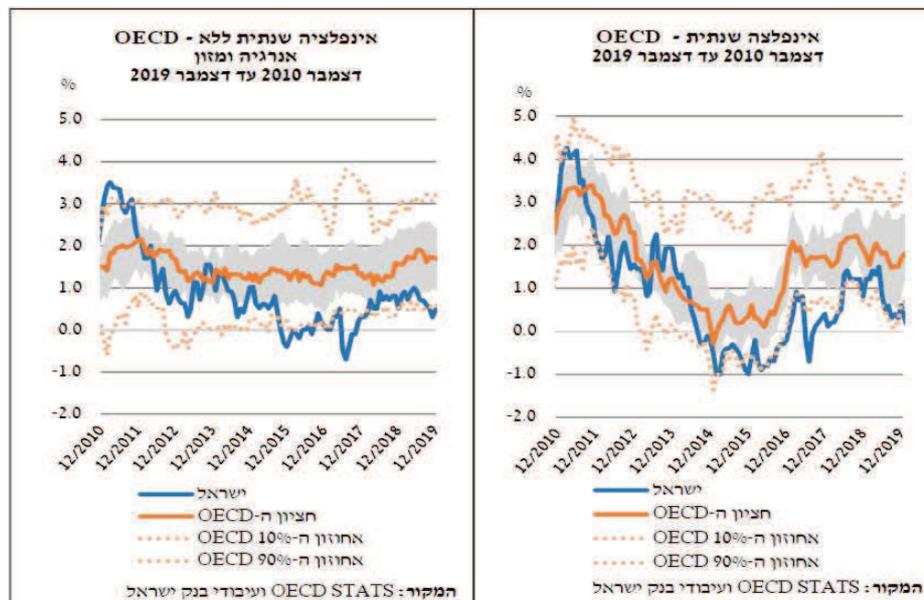
אני מבקש להודות לעקיבא אופנבכר, דוד אלקיים, איל ארנב, עדי ברנדר, ליאור גאלו, אסנת זהר, יוסי יכין, יובל מזר, רפי מלניק, מישל סטרבצ'ינסקי, עירית רוזנשטרם וסיגל ריבון על שיחות ועל הערות מועילות.

1. הקדמה ורקע

במהלך העשור שקדם לקורונה – העשור השני של המילניום – נטתה האינפלציה בישראל להיות נמוכה ממרכז תחום היעד של 1%-3, ובמרבית הזמן הזה היא היתה נמוכה גם בהשוואה בינלאומית (איור 1). פרק זה מציע פרשנות אפשרית לגורמי הרקע שתורמו לכך. על פי הפרשנות המוצעת, התרומה העיקרית למגמת הירידה של האינפלציה מאז שנת 2005 מיוחסת לתהליכים המשתקפים בשינויים מבניים בשוק העבודה ובהרכב סחר החוץ של המשק. תהליכים מבניים אלו משולבים במגמות של מחירים יחסיים שונים – השכר הריאלי, שער-החליפין הריאלי והריבית הריאלית. הבדלים בקצב התאמתם של מחירים נומינליים עשויים להביא לידי כך שהמגמות האמורות של המחירים הריאליים יתפתחו באמצעות אינפלציה נמוכה. לדוגמה, השכר הריאלי מוגדר כשכר במונחי מוצרים, והוא נמדד באמצעות היחס שבין השכר הנומינלי לבין מחירי השירותים והמוצרים במשק. בהתאם לכך, תהליכים המעלים את השכר הריאלי במשק יכולים להתבטא בעליית שכר נומינלי. אולם, אם בשל תדירות עדכון נמוכה השכר הנומינלי במשק מתאים את עצמו לאט יחסית, עליית שכר ריאלית יכולה להתממש גם באמצעות אינפלציה נמוכה של מחירי המוצרים והשירותים.

איור 1

האינפלציה השנתית – ישראל בהשוואה לכלכלות ה-OECD



הפרשנות המוצגת כאן היא כאמור פרשנות מוצעת בלבד. בין שהיא תואמת את המציאות בפועל ובין שלא, המסר העולה ממנה הוא לא עצם הפרשנות; המסר העולה ממנה הוא שאם אינפלציה נמוכה ויציבה מאפיינת עשור שלם, סביר להניח שהיא משולבת תהליכים ממושכים אחרים. בהיותם ממושכים, סביר להניח גם שמדובר בתהליכים מבניים. את הפרשנות המוצעת כאן יש אפוא לראות כמאמץ לקשר בין תהליכים מתמשכים בתחום הריאלי, לבין התפתחות מתמשכת של האינפלציה. כפועל יוצא מכך, מאמץ שכזה יכול לסייע בעיצוב המדיניות המתאימה לייצוב האינפלציה סביב מרכז תחום היעד, וכן בהבנת המגבלות של מדיניות כזו.

הפרק פותח בתיאור מגמות משולבות במאזן התשלומים ובשוק העבודה של המשק במהלך שני העשורים הראשונים של המילניום, וכן בהסברים מבניים אפשריים למגמות אלו. לאחר מכן יתואר הקשר של המגמות הללו לשלושה מחירים יחסיים – השכר הריאלי, הריבית הריאלית ושעה"ח הריאלי. באמצעות עמידה על ההבדלים בקצב ההתאמה של מחירים נומינליים שונים, יוצע הסבר לכך שהמגמות של המחירים הריאליים מתמשכות באמצעות אינפלציה נמוכה; מה שבתורו יכול להסביר תקופה ארוכה של אינפלציה נמוכה במשק.

2. שוק העבודה ומאזן התשלומים של ישראל

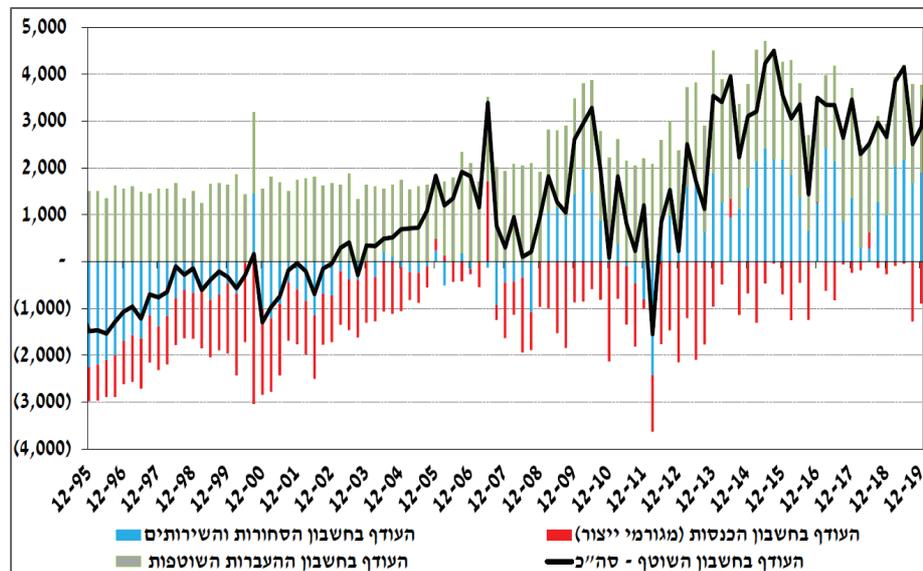
איור 2 מלמד כי העשור השני של המילניום אופייני בהתבססות העודף בחשבון השוטר של מאזן התשלומים של ישראל. בין הרכיבים השונים של החשבון השוטר, ניתן לראות באיור שמאזן היצוא של ישראל ("העודף בחשבון הסחורות והשירותים"), הוא הסעיף שבו חל שינוי מתמשך במהלך השנים, וכי הוא מסביר את המעבר מגירעון לעודף בחשבון השוטר. התפתחות הרכיב הזה מסבירה את המעבר של המשק מעודף יבוא כרוני, למה שנראה כעודף יצוא מבני.

איור 3 מציג את התפתחות היחס שבין היבוא והיצוא לבין התוצר (במחירים שוטפים). בדומה לאיור 2, גם איור 3 מלמד כי עד שנת 2007 המשק הישראלי אופייני בעודף יבוא, שהפך לעודף יצוא לאחר מכן. אך נוסף על כך, איור 3 מלמד על ההתפתחות של היבוא והיצוא בנפרד. בפרט, ניתן ללמוד מהאיור כי במהלך העשור השני של האלף החדש, העשור שקדם לקורונה, הן היצוא והן היבוא התפתחו בקצב איטי בהשוואה להתפתחות התוצר.² ירידת היחס שבין היבוא לבין התוצר מלמדת על שינוי הרכב המקורות של המשק, בעוד ההתפתחות האיטית יחסית של היצוא מלמדת על עלייה במשקל השימושים המקומיים בתוצר – הצריכה הפרטית, הצריכה הציבורית וההשקעות. נתייחס כעת לכל אחת מההתפתחויות הללו בנפרד.

² כל זאת כאשר מודדים את כולם במחירים שוטפים. במחירים קבועים מתקבלת תמונה מעט שונה.

איור 2 העודף בחשבון השוטף של מאזן התשלומים

מרץ 1995 – דצמבר 2019, תדירות רבעונית, מנוכה עונתיות, מיליוני דולרים



המקור: למ"ס ועיבודי בנק-ישראל

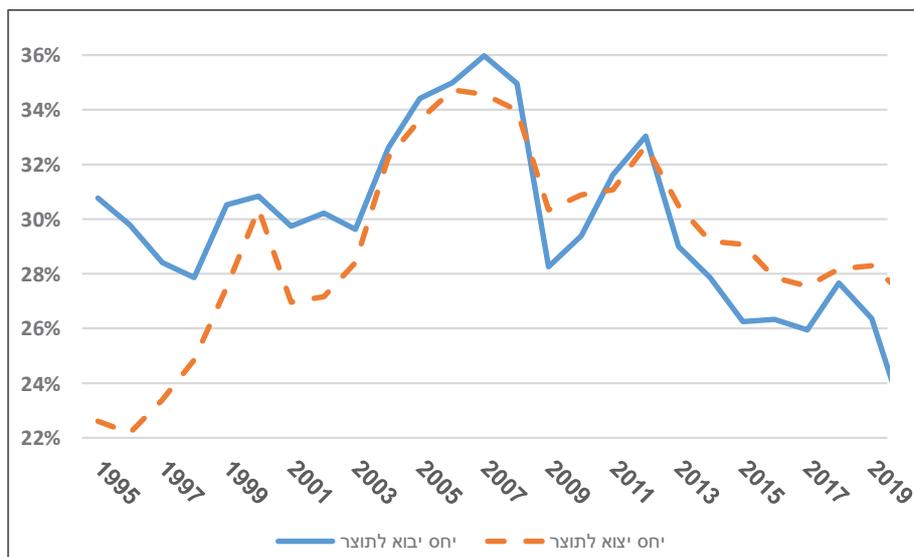
נתחיל בפרשנות אפשרית לירידת היחס שבין היבוא לבין התוצר. גידול במשקל התוצר על חשבון משקל היבוא בשימושים הוא שינוי הרכב המבטא מספר התפתחויות. התפתחות אחת היא השינויים שהתחוללו במשק האנרגיה – הן ירידת מחירי האנרגיה בעולם והן תגליות הגז. אלה הביאו לירידה במשקל יבוא האנרגיה – הן בצריכה הפרטית והן בשימושים האחרים.

שינוי הרכב המקורות יכול לבטא התפתחויות נוספות שבאו לידי ביטוי בירידת היחס שבין היבוא לתוצר. אלה כוללות גידול יחסי בביקוש לשירותים ולמוצרים בלתי סחירים, ירידה יחסית במחירי המוצרים הסחירים בעולם ותמחור שירותים מיובאים עם קשר חלש להיקף צריכתם (כדוגמת מנוי לשירותי צפייה ב-Netflix, וכן לשירותים של תוכנות ושל אפליקציות נוספות שהתשלום עבורם אינו משקף את היקף השימוש בהם). אך לא רק השימושים המקומיים, אלא גם שינוי הרכב היצוא של המשק – הגידול במשקל יצוא השירותים (עתירי התוצר), על חשבון משקל היצוא המסורתי (עתיר היבוא) – תורם לשינוי הרכב המקורות. שכן, עם השנים, שינוי ההרכב הזה הופך את היצוא הישראלי ליותר עתיר תוצר ולפחות עתיר יבוא.

איור 3

היצוא והיבוא כאחוז מן התוצר

יצוא ויבוא, ללא יהלומים, כאחוז מהתוצר (במחירים שוטפים), 1995-2019



המקור: נתוני הלמ"ס ועיבודי בנק-ישראל

כמו כן, באשר לירידת משקל היצוא בשימושים, זו כאמור מבטאת גידול בביקושים המקומיים (לצריכה פרטית, לצריכה ציבורית ולהשקעות), המאופיינת בקצב מהיר בהשוואה לקצב הגידול של היצוא. פרשנות אפשרית להתפתחות שכזו היא מעבר מהרכב היסטורי שאפיינ משק מתפתח, לכזה המאפיין משק מפותח שבו משקל השימושים המקומיים גבוה יותר.

אך ניתוח של התפתחות היבוא והיצוא, כל אחד בנפרד, מספק תמונה חלקית שעלולה להטעות. לצד ההסתכלות החלקית, חשובה גם הסתכלות כוללת על התפתחותם המשותפת של היצוא והיבוא. ההתפתחות המשותפת משקפת יצוא הגדל בקצב מהיר מכפי שגדל היבוא, עד כדי קיומו של עודף יצוא מתמשך. עודף יצוא מתמשך משמעותו התרחבות איטית יחסית של הביקושים המקומיים. שהרי התרחבות מהירה יותר יכלה להתבסס על גידול מהיר יותר ביבוא. התפתחות שכזו לא היתה משתקפת בעודף יצוא מתמשך.

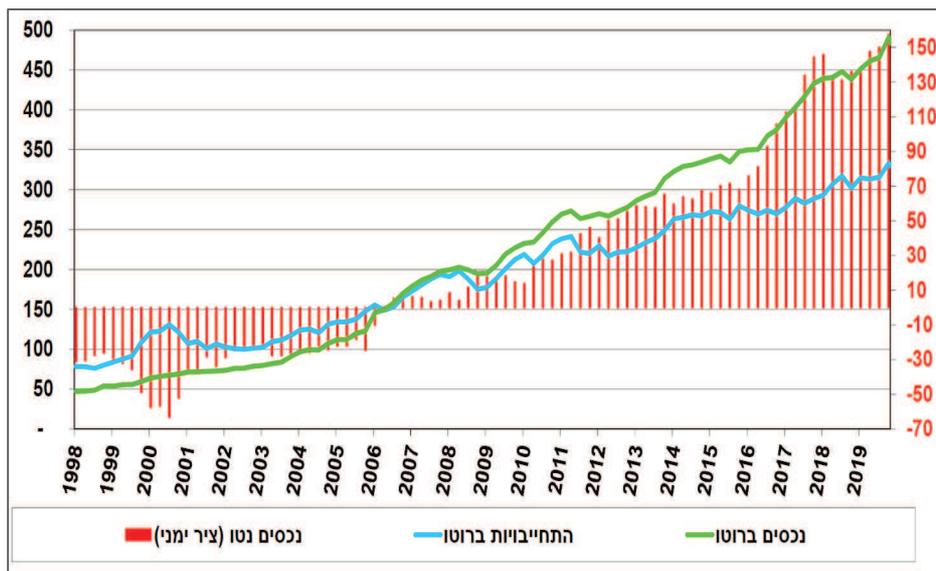
להתפתחות איטית יחסית של הביקושים המקומיים ניתן להציע כמה הסברים, אשר יכולים להישען על התיאוריה הבין-תקופתית של מאזן התשלומים. הסבר שכזה מוצע על ידי זעירא (2018), והוא מתייחס לתהליך ההתפתחות שחווה המשק הישראלי. תהליך זה כלל מעבר ממשק עם צרכים גבוהים בתחום הביטחון, הצמיחה והקליטה –

צרכים שהמשק התקשה לספק באמצעות משאביו הפנימיים בלבד – למשק המסוגל לא רק לספק את צרכיו, אלא גם לקיים עודף יצוא מתמשך. התקופה הארוכה במהלכה המשק התקיים על עודף יבוא כרוני התאפשרה, על פי התאוריה הבין-תקופתית של מאזן התשלומים, מאחר שלצד עודף יבוא אופייני המשק גם בצמיחה מהירה. צמיחה שעתידה היתה לאפשר למשק לעמוד בהתחייבויות שנטל על עצמו לצורך קיום עודף יבוא מתמשך, ושאכן הבשילה לידי כך.

איור 4

מאזן הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל

מיליארדי דולרים, נתונים רבעוניים, 1998-2019



מקור: נתוני ועיבודי בנק ישראל

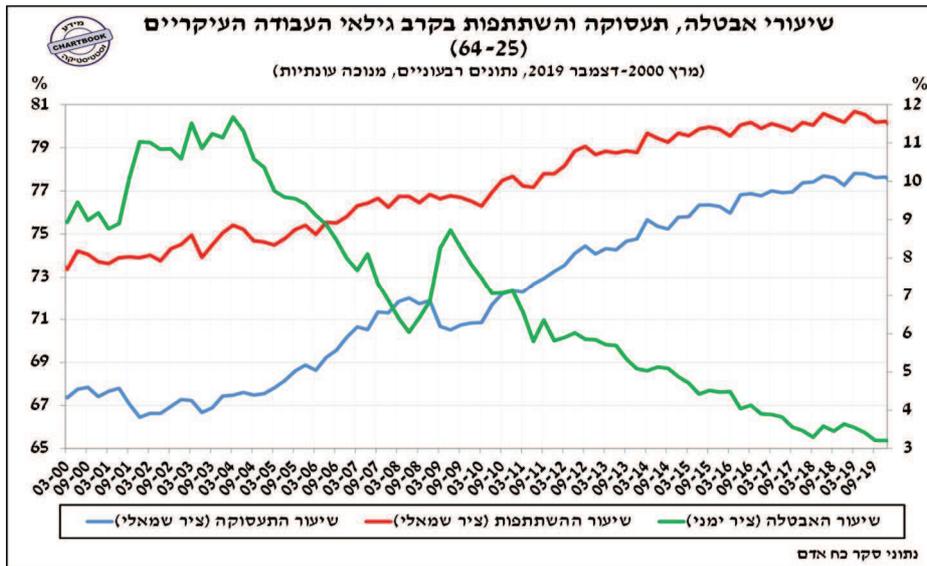
אולם גם ההסברים הללו הם חלקיים, שכן הם מתמקדים בצמצום עודף היבוא הכרוני, וכן מספקים הסבר לעודף יצוא מסוים שיבוא לאחר מכן, במטרה לממן את ההתחייבויות שהצטברו במהלך שנים ארוכות של עודף יבוא. אולם, כפי שניתן ללמוד מאיור 4, במהלך העשור השני של האלף החדש, המשק הישראלי כבר אופייני במעבר ממשק בעל התחייבויות נטו לעולם, למשק בעל נכסים נטו מול העולם. כלומר, העודפים בחשבון השוטף הצטברו, כך שכבר ב-2007 מלאי הנכסים וההתחייבויות של המשק מול חו"ל הפך משלילי לחיובי. מאז המשק אף המשיך להגדיל את נכסיו – ההתחייבויות נטו של העולם למשק הישראלי הולכות וגדלות בתקופה זו.

כדי להסביר התפתחות נוספת זו, כלומר את המעבר לעודף יצוא שנשמר לאורך העשור השני לאחר שהמשק כבר מאופיין במלאי נכסים הולך וגדל מול חו"ל, יש להציע הסברים משלימים לתיאוריה הבין-תקופתית של מאזן התשלומים. הסבר אפשרי אחד הוא אי שוויון – הגידול בתוצר משקף גידול בהכנסה הלאומית, אך זה אינו מתחלק באופן שוויוני בין משקי הבית. בהנחה שמשקי הבית הנהנים מעיקר הגידול בהכנסה הם מהעשירונים העליונים, כך שנטייתם השולית לצרוך היא יחסית נמוכה, הגידול בצריכה המצרפית יהיה נמוך יחסית לקצב גידול התוצר.

הסבר אפשרי נוסף לגידול איטי של הביקושים הוא גידול מתמשך בהעדפה לחסכון, הן בשל שינויים דמוגרפיים והן בשל רוויה. הסבר אפשרי נוסף הוא שההתעשרות של המשק, הנובעת משילוב של התפתחויות בהרכב היצוא והיבוא לצד התפתחות במחירים היחסי, היתה מהירה ופשוט טרם באה לידי ביטוי מלא בשינוי הרגלי והיקף הצריכה וההשקעה.

כל ההסברים הללו מסייעים בהבנת תמונה רחבה יותר הכוללת לא רק את התפתחות מאזן התשלומים של המשק, ואת התפתחות נכסיו והתחייבויותיו מול חו"ל הנובעת מכך, אלא גם את ההתפתחויות בשוק העבודה הישראלי. איור 5 מלמד אודות גידול משמעותי בשיעור התעסוקה בישראל. בראשית האלף רק כ-67% מגילאי העבודה העיקריים (25-64) היו מועסקים. מאז חל גידול מתמשך, שבסוף העשור השני כבר הצטבר לכדי גידול של למעלה מכ-10 נקודות אחוז, לשיעור תעסוקה של כ-78%. האיור

איור 5
תמונת המאקרו של שוק העבודה



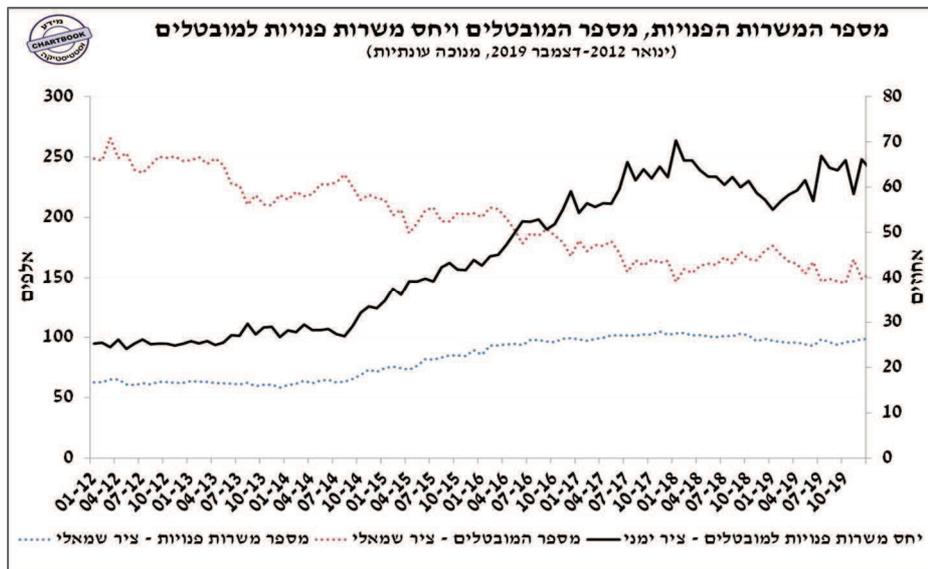
מלמד כי הגידול המשמעותי הזה בתעסוקה שיקף הן גידול בהיצע (כפי שמלמד הגידול בשיעור ההשתתפות) והן גידול בביקוש (כפי שמלמדת הירידה בשיעור האבטלה) לאורך שני העשורים הראשונים של המילניום הנוכחי.

לצורך השלמת התמונה ראוי לשים לב להתהדקות שוק העבודה המשתקפת באיור 6 – כלומר לעלייה במספר המשרות הפנויות תוך ירידה במספר המובטלים. ההתהדקות זו מאשרת שההתרחבות של היצע העבודה התרחשה במקביל להתרחבות בביקוש לעובדים, התרחבות שהיתה אף מהירה יותר מזו של ההיצע. ההתפתחות המשולבת הזאת באה לידי ביטוי בלחצים לעליית שכר ריאלי, אך גם בלחצים לעלייה בפריון העבודה.

הגידול בשיעור התעסוקה, לצד תהליכי "ההרס היצירתי" (creative "destruction"³) שהשפיעו על הרפכה, קשורים קשר הדוק להתפתחויות במאזן התשלומים. פרידמן (2017) מראה כיצד תהליכים אלו משתקפים בנתוני ההשפלה, התעסוקה והשכר בישראל.⁴ תהליכים אלו תמכו במעבר מהסתמכות על עודף יבוא

איור 6

התהדקות שוק העבודה



³ מונח מרכזי בתיאוריה שקודמה על ידי Schumpeter (1942), לפיה צמיחה כלכלית משקפת, במידה רבה, תהליך אבולוציוני של עסקים חדשניים ורווחיים הדוחקים עסקים מיושנים ובעלי רווחיות נמוכה.

⁴ יכין ופרסמן (2014), וכן Binyamini (2021), מציגים ניתוחי מאקרו אמפיריים התומכים בפרשנות לפיה הירידה המשמעותית והמתמשכת בשיעור האבטלה במשק משקפת השפעות של תהליכי מאקרו מבניים, כאלו שניתן לקשר לשינויי ההרכב המתוארים כאן.

לתקופה מתמשכת של עודף יצוא, אך הם גם היו תוצאה של עודף היצוא הזה – מגמת הייסוף, שהאיצה תהליך מעבר מתעשייה מסורתית לתעשייה מתקדמת, החלה עם מעבר המשק לעודפים בחשבון השוטף (איור 7). עודפים אלה הם אחת התרומות המשמעותיות למגמת הייסוף.

מגמת הייסוף המתמשכת, שאפיינה את ישראל במהלך העשור הנדון, שחקה את הרווחיות הנמוכה יחסית של חלק מהחברות בתחום התעשייה המסורתית והכבידה על התחרות שלהן מול חברות זרות המתחרות עמן על אותם שוקי יצוא, כמו גם על התחרות מול תחליפי יבוא. התפתחות זו האיצה תהליכי סגירה של חברות מסוג זה, או לפחות היוותה תמריץ שלילי לפתיחת חברות מסורתיות נוספות או להתרחבות של חברות קיימות. התוצאה היא מעבר של הון ועבודה לתעשיות מתקדמות. דוגמה ציורית לכך, גם אם חלקית ולא מדויקת – הפשרת שטחים חקלאיים והסבתם, בין השאר, לשימושים של תעשייה עילית.

קשר נוסף בין שוק העבודה לבין מאזן התשלומים נוגע לקיטוב של שוק העבודה. כתרומה אפשרית לגידול איטי יחסית של הביקושים המקומיים, כבר הוזכרה קודם לכן האפשרות שהגידול בהכנסות המשק אינו מאוזן, כך שחלק משמעותי ממנו שיקף גידול בהכנסות העשירונים הגבוהים יחסית, שנטייתם השולית לצרוך נמוכה יחסית. אם כן, תהליך "ההרס היצירתי" שהוזכר לעיל אכן מביא לגידול בפריון העבודה ובשכר של אלו הנהנים ממנו. אך לצדו ישנם עובדים ובעלי הון שהכנסתם נפגעת או לכל הפחות לא עולה כפי שעולה הכנסתם של עובדים בתעשיות המתקדמות.

כך, בהנחה שההתהדקות שוק העבודה המשתקפת באיור 6 אינה מאוזנת, ובהנחה שהיא משקפת שוק עבודה הדוק בעיקר במגזרי פעילות המאופיינים בפריון ובשכר גבוה, הרי שהיא גם צפויה לשקף גידול לא מאוזן בהכנסה;⁵ גידול שבסופו של דבר מתבטא בעליית מצומצמת יחסית בביקוש המצרפי (בהתאם להנחה המקובלת לפיה הנטייה שולית לצרוך פוחתת עם ההכנסה). מה שמוביל לעליית החיסכון הלאומי, שבתורה משתקפת בעודף בחשבון השוטף. יש כאן אם כן דוגמה לקשר שבין התפתחויות מבניות ומתמשכות בשוק העבודה, לבין התפתחויות מקבילות במאזן התשלומים במהלך שני העשורים הראשונים של המילניום. לפיכך, סביר שהן משולבות גם בהתפתחויות מתמשכות ותואמות של מחירים יחסיים.

על פי הפרשנות המוצעת כאן, המגמות המשולבות הללו, של גידול מתמשך בעודף הנכסים על פני התחייבויות של המשק ושל "התהדקות" וקיטוב שוק העבודה, משקפות אפוא תהליך מתמשך של "הרס יצירתי". תהליך שכזה מתרחש באמצעות התפתחות של מחירים יחסיים שונים – ביניהם השכר הריאלי, שער החליפין הריאלי והריבית הריאלית. יהא ההסבר להתפתחויות הללו אשר יהא, אין בכך כדי לשנות את המשך

⁵ דהן (2020), מתאר את הדינמיקה הייחודית של האי-שוויון בהכנסות בישראל, ומציע הסברים אפשריים. חלקם מתיישבים עם הפרשנות המוצעת כאן.

הניתוח מנקודה זו ואילך; ניתוח שמתבסס על האבחנה כי השינויים שנדונו הם בעלי אופי מתמשך ומבני, ולפיכך יש להם ביטוי גם בהתפתחותם של המחירים היחסיים בהם נתמקד – השכר, שע"ח והריבית – כולם, כאמור, במונחים ריאליים. בהם, ובקשר האפשרי שלהם לאינפלציה, יעסוק הסעיף הבא.

3. מחירים יחסיים והאינפלציה בישראל

נדון כעת בהתפתחות של שלושה מחירים יחסיים – שע"ח הריאלי, השכר הריאלי והריבית הריאלית. ההתפתחות של שלושתם משולבת בהתפתחויות המתוארות לעיל של מאזן התשלומים ושל שוק העבודה. קיימים כאמור הבדלים במהירות התאמתם של מחירים שונים: יש כאלו שמתאימים עצמם מהר יחסית, כדוגמת שע"ח הנומינלי והריבית הנומינלית, ולעומתם כאלו שמתאימים עצמם לאט יחסית, כדוגמת השכר הנומינלי.

מקובל להניח, ואף יש לכך עדויות אמפיריות, שמחירי מוצרים מתאימים עצמם מהר יותר מהשכר, אך לאט יותר משע"ח ומהריבית הנומינליים. ההבדלים הללו, בתדירות עדכונם של מחירים שונים, מספקים הסבר אפשרי לכך שהתפתחות המחירים היחסיים התבטאה בסופו של דבר באינפלציה נמוכה מהיעד, כלומר בקצב עלייה איטי של מחירי צריכה (ובתקופות מסוימות אף בירידת מחירים), ורק במידה פחותה באמצעות התאמה של מחירים נומינליים אחרים.

להלן תסקר ההתפתחות של כל אחד משלושת המחירים היחסיים הנדונים, ועבור כל אחד מהם יוצע הסבר לכך שהתפתחותו באה לידי ביטוי בעיקר באמצעות אינפלציה נמוכה, ורק במידה פחותה באמצעות התאמה אחרת.

3.1 שער החליפין הריאלי והנומינלי

החלק הקודם דן בהתפתחות של עודף יצוא מתמשך מהמשק הישראלי. עודף יצוא – המבטא גידול יחסי בביקוש למוצרים ולשירותים שהמשק מייצא לעומת קיטון יחסי באלו שהוא מייבא – יכול להביא לשינוי במחיר היחסי. שינוי שישתקף בהתייקרות של המשק יחסית לחו"ל, כלומר בייסוף של שע"ח הריאלי. Djivre and Ribon (2003) מוצאים כי עיקר השונות של שע"ח הנומינלי בשנות ה-90 מוסבר על ידי זעזועים ריאליים (לביקוש ולהיצע), וכי פחות משליש מוסבר על ידי זעזועים לשע"ח הנומינלי עצמו. על פי Argov et al (2012), לפחות שליש מהשונות של שע"ח הריאלי בישראל

(בשנות ה-90 ובעשור הראשון של האלף) ניתן לייחס להתפתחויות ריאליות המביאות לעליית עודף היצוא של המשק.⁶

אחת ההגדרות לשעה"ח הריאלי היא היחס שבין מחיר סל צריכה בחו"ל לבין מחירו המקומי, כאשר שני הסלים מבוטאים באמצעות אותו מטבע. לדוגמה, שעה"ח הריאלי של ישראל מול ארה"ב מוגדר באמצעות היחס

$$\frac{FX * P^{us}}{P} \quad (1)$$

כאשר FX מציין את שעה"ח הנומינלי, P^{us} מציין את מדד המחירים בארה"ב ו-P מציין את מדד המחירים בארץ. החל משנת 2005 אופיין המשק הישראלי במגמת ייסוף ריאלי, שמשמעותה ירידת שער החליפין הריאלי על הגדרותיו השונות. משמע שחלק ניכר משני העשורים הראשונים של האלף החדש אופיין במגמת התייקרות יחסית של המשק הישראלי, ביחס לעולם או ביחס ליבוא.

התייקרות שכזו, שמשמעותה ירידה ביחס המבוטא במשוואה (1), יכולה להתקבל על ידי שילובים שונים של התפתחות כל אחד משלושת המשתנים המופיעים בה. אך מאחר שתדירות העדכון של מדדי המחירים איטית יחסית – ודאי בהשוואה לתדירות העדכון של שעה"ח הנומינלי FX, המתעדכן על בסיס תוך יומי רציף – ניתן לצפות ששער החליפין הנומינלי יהיה הגורם המוביל בתהליך הייסוף הריאלי.

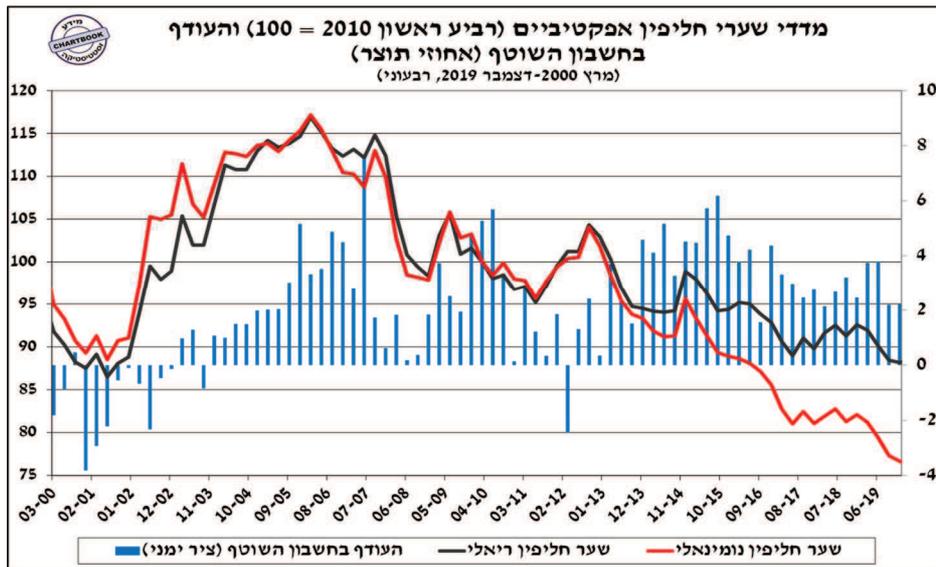
ואכן, איור 7 מלמד על מגמת ייסוף נומינלי שמאפיינת את המשק הישראלי במשך כמעט שני עשורים, על רקע העודף המתמשך בחשבון השוטף של מאזן התשלומים בתקופה זו.⁷ ההסבר הדומיננטי למגמה זו, על פי אומדן המבוסס על מודל ה-DSGE של חטיבת המחקר,⁸ הוא אכן הסבר ריאלי: שינוי הרכב הביקושים והירידה במשקל היבוא בשימושי המשק, שנדונו קודם לכן.

⁶ מופיע שם גם דיון תיאורטי, מבוסס מודל, בדבר המנגנונים המעורבים בתהליך זה. כלומר, בהשפעת המאקרו של גידול אקסוגני בביקוש ליצוא הישראלי, ובכלל זה בהשפעה על שעה"ח הריאלי ודרכו על משתנים נוספים.

⁷ הקשר בין שעה"ח לבין החשבון השוטף הוא דו כיווני. אך בעוד ייסוף תורם לגירעון בחשבון השוטף, כיוון שהוא מייקר את המשק ביחס לחו"ל, הרי שבפועל איור 7 משקף התפתחות ממושכת של ייסוף לצד עודף, לא לצד גירעון של החשבון השוטף. התפתחות שכזאת עקבית עם פרשנות לפיה כיוון הסיביות אינו משעה"ח לחשבון השוטף, אלא הפוך – כלומר, העודף המתמשך בחשבון השוטף הוא זה שמייקר את המשק יחסית לחו"ל, התייקרות המתבטאת בייסוף מתמשך.

⁸ האומדן הוא למעשה פירוק היסטורי ("Historical shocks decomposition") של תרומות זעועים אקסוגניים להתפתחות בשעה"ח הנומינלי. מודל ה-DSGE עליו מבוסס הפירוק מתואר על ידי Argov et al (2012).

איור 7 מגמת ייסוף נומינלי על רקע עודפים בחשבון השוטר



אילו שעה"ח הנומינלי היה קבוע, ייסוף ריאלי היה מתבטא בעליית האינפלציה דווקא. אולם שעה"ח הנומינלי הוא כאמור גמיש יותר מן המחירים, וסביר להניח שמשום כך עיקר הייסוף הריאלי מתקבל באמצעות התאמה של השער הנומינלי, ולא באמצעות עליית מחירים. בעשור המדובר גדל משמעותית הפער בין גמישות שעה"ח הנומינלי, לבין גמישות האינפלציה, כתוצאה מזניחת מנגנוני הצמדה לשעה"ח שהיו נהוגים במגוון שירותים בלתי סחירים בישראל, ובראשם שירותי דיור. מנגנוני הצמדה אלו, שהיו נפוצים עד אמצע העשור הראשון של האלף, יצרו קשר מאוד חזק בין שינויים בשעה"ח שקל-דולר לבין האינפלציה. זניחתם, בעקבות מגמת הייסוף, לא רק שהקטינה את תדירות שינויי המחירים (ובכך הגדילה את קשיחותם במידה משמעותית), אלא שהיא גם החלישה את הקשר בין שעה"ח הנומינלי לבין המחירים.⁹ על רקע זה, הגמישות הרבה של שעה"ח הנומינלי למעשה מביאה לכך שיש לו השפעה חזקה על שעה"ח הריאלי, וכמובן לכך שמגמת הייסוף הריאלי יכולה להתפתח ללא כל צורך באינפלציה.

⁹ Binyamini et al (2008) מציגים את ירידת שיעור חוזי שכר-הדירה הנקובים בדולרים, ובעקבותיה את ירידת התמסורת הגבוהה משינויי שעה"ח לאינפלציה.

אך יתרה מכך – מאחר שמטבע חוץ הוא גם נכס, הרי שציפיות לייסוף שיתרחש בעתיד מביאות לידי ייסוף שמתרחש מבעוד מועד. כך שהייסוף הנומינלי מועצם מעבר למה שנדרש להתאמה המיידית של שעה"ח הריאלי. לכאורה, משוואה (1) מלמדת שלצורך ייסוף ריאלי דווקא דרושה אינפלציה גבוהה. אולם אם חל ייסוף יתר בשעה"ח הנומינלי, הרי שהוא מביא לירידת האינפלציה, כמנגנון המסייע לשעה"ח הריאלי להתכנס לרמה שתהא עקבית עם שווי משקל בשוק המוצרים והשירותים. ייסוף יתר (נומינלי) מפחית את האינפלציה לא רק ישירות, באמצעות הוזלת מוצרים ושירותים מיובאים, אלא גם בעקיפין. שכן הוזלת היבוא, שמשמעותה הפחתה בעלויות צריכה, גם תורמת לריסון דרישות שחר, שבתורן מפחיתות עלויות יצור מקומיות.

3.2 השכר הריאלי והנומינלי

עודף היצוא של המשק משקף כאמור תהליך של עלייה במשקל התעשייה המתקדמת ביצוא, על חשבון ירידה במשקל התעשייה המסורתית. כאשר המשק כבר נמצא בתעסוקה מלאה, שינוי הרכב שכזה משמעותו שהמשק עובר תהליך של "הרס יצירתי": הגידול במשאבים המופנים לתעשיות המתקדמות – הון ועבודה – נמנע מהתעשייה המסורתית; הן מחברות מסורתיות קיימות שנסגרות או מצטמצמות, והן מחברות בתעשייה המסורתית שלא מוקמות מלכתחילה. המנגנון המאפשר את הפניית המשאבים הזאת הוא התאמתם של מחירים יחסיים.

החלק הקודם (סעיף 3.1) דן בשער החליפין הריאלי המשפיע על רווחיות של חברות, ולפיכך על תמריצים לפעילותן. השכר הריאלי הוא מחיר יחסי נוסף שתורם להקצאת העבודה, כך שתופנה לחברות המאופיינות בפריון העבודה הגבוה ביותר (שמאפשר את תשלום השכר הגבוה ביותר).

עליית שכר העבודה היא, אם כן, פעולת מנגנון אנדוגני שתורם לשינוי הרכב התעסוקה, שינוי שהוא מיקרו-כלכלי במהותו. תמונת המאקרו, שמשקפת את תהליך המיקרו הזה, היא עודפי הביקוש לעובדים ברמה המצרפית. עודפי הביקוש בשוק העבודה משתקפים בעלייה מתמדת בשיעור המשרות הפנויות, לצד ירידה מתמשכת בשיעור האבטלה (איור 6). בעוד הראשונה משקפת עלייה בביקוש לעובדים, הרי שהשנייה משקפת ירידה בהיצע העובדים הפנויים. התפתחות שכזו תורמת, בין השאר, למגמת עלייה בשכר הריאלי. מגמה זו היא מנגנון המשפיע על שינוי הרכב התעסוקה באופן שתורם להקצאת גורמי יצור לענפים בעלי הפריון הגבוה, ולפיכך לעודף היצוא במשק.

אך עליית שכר לא חייבת להתרחש באמצעות עלייה משמעותית של השכר הנומינלי דווקא. שהרי התפתחות ריאלית, של עודפי ביקוש בשוק העבודה, תתבטא בעליית השכר הריאלי w^r , שמשמעותו השכר במונחי סל צריכה:

$$w^r = \frac{W^n}{P} \quad (2)$$

כאשר w^r מציין את השכר הנומינלי ואילו P , כמקודם, את רמת מחירי המוצרים והשירותים שצורכים משקי הבית. אילו השכר הנומינלי יעלה, ובעקבותיו תעלה רמת המחירים באותו שיעור, הרי שהשכר הריאלי (2) יִנָּתן בסופו של דבר ללא שינוי. הוא לא יבטא גידול ריאלי בתמורה לעבודה, ולכן לא יקדם את שינוי המיקרו שנדון – שינוי ההרכב של שוק העבודה. במקרה כזה ימשיכו להתקיים הלחצים לעלייתו. הלחץ לעליית השכר פועל אם כן על השכר הריאלי w^r .

מהגדרת השכר הריאלי (2) נובע שעלייתו משקפת ירידה ביוקר המחיה – היא משקפת עליית שכר יחסית למחירי המוצרים והשירותים, כלומר ירידה ביחס ההופכי, P/w^r . ירידת מחירי המוצרים והשירותים תורמת בסופו של דבר לעליית כוח הקניה של השכר, גם בלי שיעלה נומינלית. עליית שכר ריאלית יכולה אפוא להתקבל הן באמצעות עלייה בשכר הנומינלי, הן באמצעות ירידת מחירי מוצרים ושירותים והן באמצעות שילובים שונים של התפתחות שני המחירים הנומינליים הללו – שכר ומחירי מוצרים.

ממצאים אמפיריים מלמדים שבדרך כלל השכר הנומינלי מאופיין בקצב התאמה נמוך יותר ביחס לזה של מחירי מוצרים ושירותים.¹⁰ ההצלחה בהורדת סביבת האינפלציה, היא כשלעצמה תרמה להגדלת הקשיחות היחסית הזו של השכר. בפרק של מזר (2022), בספר הנוכחי, מוצגת הירידה ההדרגתית בשימוש במנגנון תוספת היוקר לשכר (איור 2' שם), עד שנזנח לחלוטין לאחר שנת 2004. לכן, ייתכן שבשווי משקל כללי עליית שכר ריאלי תתבטא בעלייה מתונה בלבד של השכר הנומינלי, בשילוב עלייה מתונה יותר של מחירי המוצרים והשירותים. תורמת לכך גם מגמת הייסוף שנדונה קודם לכן, שכן היא מוזילה את המוצרים המיובאים המהווים חלק מסל הצריכה אליו מתייחסת רמת המחירים P . סביר להניח שגם המחאה החברתית של 2011, על השינויים שחוללה (במדיניות, בהתנהגות צרכנים ובתחרות), תרמה לכך שחלק מעליית השכר הריאלי התרחשה בזכות ריסון קצב עליית מחירי המוצרים והשירותים.

כך מתקבל הסבר אפשרי לירידת האינפלציה (המשקפת עלייה איטית יחסית של P) כנובעת משילוב שני אפיונים של המשק: תהליכים מבניים המביאים למגמת עלייה בשכר הריאלי, בד בבד עם קצב התאמה איטי יחסית של השכר הנומינלי (יחסית לקצב ההתאמה של מחירי המוצרים והשירותים).

¹⁰ הניתוח המוצע כאן מתבסס על הנחה בדבר תדירות נמוכה של עדכון השכר. מקובל גם להניח שהשכר לא נוטה להתעדכן כלפי מטה, אלא רק כלפי מעלה, ואף יש ממצאים אמפיריים המספקים עדות לקשיחות השכר כלפי מטה. אך מאחר שהניתוח פה עוסק בגורמים לעליית שכר (ריאלית), ובאופן בו היא מתממשת, קשיחות של השכר כלפי מטה אינה רלבנטית כאן. ההנחה עליה מתבסס הניתוח היא, כאמור, קשיחות שכר במונח של תדירות עדכון נמוכה בהשוואה לתדירות העדכון של מחירי מוצרים ושירותים.

3.3 הריבית הריאלית והנומינלית

הריבית הריאלית היא מחיר יחסי נוסף שקשור להתפתחויות המתמשכות שתוארו כאן. מחיר יחסי שגם התפתחותו מסייעת בגיבוש פרשנות אפשרית להתפתחות האינפלציה. לשם הצגת פרשנות אפשרית שכזאת, הפורכת יחד את התפתחות הריבית הריאלית בשילוב גורמים אחרים להסבר של האינפלציה הנמוכה בעשור השני של האלף החדש, יש להתעכב על שתי הגדרות שונות לריבית, על הקשר ביניהן ועל הקשר בינן לבין האינפלציה.

הריבית הנומינלית, i , מתארת שיעור שינוי של ערך כספי. לעומתה הריבית הריאלית, r , מבטאת את שיעור השינוי של סל הצריכה. הריבית הריאלית, אם כן, היא הריבית הנומינלית בניכוי השינוי בכוח הקניה של הכסף, כלומר בניכוי האינפלציה. הקשר בין שלושת המשתנים הללו מוצג פורמלית באמצעות משוואת פישר:¹¹

$$1 + \pi^e = \frac{1+i}{1+r} \quad (3)$$

כאשר π^e מציין את שיעור האינפלציה הצפוי. משוואת פישר (3) מציינת אם כן את הקשר שבין הריבית הנומינלית המשמשת בנקודת זמן מסוימת, לבין שיעור האינפלציה הצפוי באותה נקודת זמן. הריבית הריאלית שעקבית עם הניסוח הזה היא אם כן הריבית הריאלית Ex ante, זו שרלבנטית לקבלת החלטות.¹²

בטווח הקצר, ובתנאי שהריבית הנומינלית אינה מוגבלת, למדיניות המוניטרית יש שליטה מסוימת על שלושת המשתנים המופיעים במשוואת פישר (3), ודרכם – על הפעילות (שיש ממנה היזון חוזר לריבית כמובן). אולם בטווח מעט ארוך יותר, בפרט במשק קטן ופתוח, ההשפעה של המדיניות המוניטרית על שתי הריביות מוגבלת, ולכן גם השפעתה על האינפלציה. מקובל להניח שלמדיניות המוניטרית כלל אין השפעה על הריבית הריאלית של הטווח הבינוני והארוך, שכן בטווחי זמן כאלו היא נקבעת ללא תלות בריבית הנומינלית או באינפלציה, אלא בהשפעתם של גורמים ריאליים (כדוגמת נטל החוב של הממשלה). מקובל גם להניח שההשפעה של המדיניות המוניטרית על הריבית הנומינלית של הטווח הבינוני היא עקיפה בלבד, דרך השפעתה על הציפיות לאופן שבו תנוהל המדיניות המוניטרית בעתיד.

באשר לריבית הריאלית. איור 8 מלמד שבמהלך מרבית העשור השני של האלף החדש, הריבית הריאלית בישראל היתה גבוהה – הן יחסית לזו של אירופה והן יחסית לזו של ארה"ב. יש לכך מספר הסברים אפשריים. ייתכן שמדובר בפרמיית סיכון, הן משום שהמשק הישראלי הוא קטן ופתוח, והן בשל הרקע הגיאוגרפי המאפיין אותו.

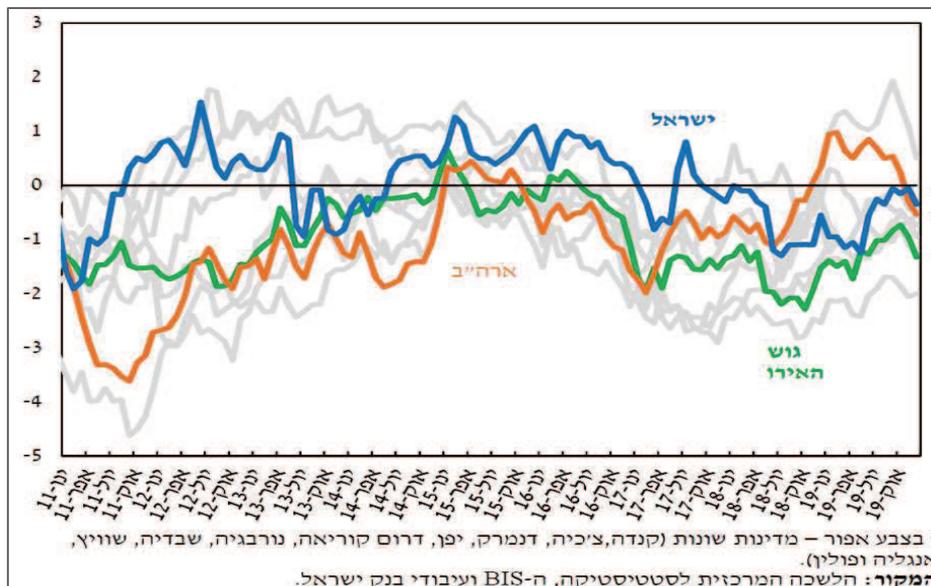
¹¹ המשוואה נקראת כך על שם Irving Fisher, כלכלן אמריקאי מוערך שחי בשנים 1867-1947 ושעסק, בין השאר, באבחנה בין הריבית הנומינלית לריאלית.

¹² לצרכים אחרים אפשר כמובן להציג את משוואת פישר (3) גם בניסוח שעקבי עם האינפלציה והריבית אקס-פוסט.

אולם יש קושי ליישב פרשנות שכזאת עם עודפי הנכסים של המשק (איור 4) ועם מגמת הייסוף בשוק המט"ח (איור 7). ייתכן, אם כן, שהריבית הריאלית הגבוהה יחסית משקפת השפעה של גורמים אחרים, ביניהם ציפיות לשיעור צמיחה גבוה יחסית,¹³ וכן תרומה של האג"ח המיועדות.¹⁴

ריבית ריאלית גבוהה אף מעודדת חיסכון ומרסנת השקעה. בכך היא תורמת לעודפים בחשבון השו"פ, כך שבעקיפין היא גם תורמת בעצמה לצבירת הנכסים בחו"ל (איור 4) וללחצי הייסוף (איור 7). כך או כך, מקובל כאמור להניח שהריבית הריאלית במשק – לפחות לטווח הבינוני ומעלה – מושפעת מגורמים ריאליים בעיקרם. מדובר כאן אפוא בעוד מחיר יחסי שהתפתחותו מושפעת ומשפיעה על ההתפתחויות המתמשכות של מאזן התשלומים.

איור 8
הריבית הריאלית לשנה – השוואה בינ"ל



¹³ סטרבצ'ינסקי ופלוג (2007) מנתחים אפיוזדות צמיחה במשק הישראלי. על פי ממצאי מחקרם, חלק משמעותי מהצמיחה באפיוזדות הללו מוסבר על ידי גורמים גלובליים המשפיעים גם על הצמיחה בשאר העולם. אך הם גם מוצאים שגורמים מקומיים (מדיניות מאקרו כלכלית, מדיניות המס) מסבירים לפחות שליש מהצמיחה באפיוזדות הללו. ככל שמגמות השיפור שהם אומדים עבור הגורמים המקומיים (עד 2006) נמשכו מאז, סביר שהן תרמו לציפיות צמיחה שיהיו גבוהות יחסית, בהשוואה בינלאומית.

¹⁴ במהלך התקופה הנדונה, לפחות שליש מתיק הנכסים של האפיק הפנסיוני הוחזק באג"ח ממשלתיות לא-סחירות (אג"ח מיועדות). אולם, כפי שמראים גרונאו וספיבק (2020), מרבית התקופה הנדונה היה שיעור האחזקה גבוה מ-45%. לא מן הנמנע, ששיעור אחזקה גבוה שכזה, בנכס המאופייין בסיכון נמוך ובתשואה ריאלית גבוהה, יתרום תרומה חיובית לרמת התשואות הכללית.

באשר לריבית הנומינלית, מקובל כאמור להניח שהעקום הנומינלי משקף במידה רבה את הציפיות להתפתחות המדיניות המוניטרית בעתיד. על כן, העקום הנומינלי בארץ מושפע מזה שבחו"ל, והאחרון משקף במידה רבה את ההתפתחות הצפויה של המדיניות המוניטארית שם. סטייה משמעותית בין העקום הנומינלי בארץ, לבין זה שבחו"ל, תשפיע משמעותית על תנועות הון ועל שעה"ח הנומינלי. בגלל קשיחות יחסית של המחירים ושל השכר, תנודתיות גבוהה של שעה"ח הנומינלי מתורגמת גם לתנודתיות גבוהה של שעה"ח הריאלי, ודרכו – לתנודתיות גבוהה של הפעילות הריאלית – בתחום המסחר, שוק העבודה וכיו"ב. לכן בנק ישראל מפעיל מדיניות מוניטרית, ומנהל את הציפיות בנוגע למדיניות שיפעיל בהמשך, באופן שמקרב את העקום הנומינלי המקומי לזה של חו"ל.

משקילות פישר (3) כאמור נובע שהיחס בין הריבית הנומינלית לבין הריאלית משקף את האינפלציה העתידית. לפיכך, דמיון בין העקום הנומינלי המקומי לזה של חו"ל מביא להבדלים בשיעור האינפלציה הצפוי, כגודל ההבדלים שבין העקומים הריאליים (שכאמור נובעים מגורמים ריאליים, כאלו שכלל אינם בשליטת המדיניות המוניטרית). ירידה בשיעור האינפלציה הצפוי לשרור בעתיד מביאה, דרך ערוץ הציפיות, לירידה בשיעור האינפלציה בפועל – כבר בהווה. זו, בסופו של דבר, מגשימה את הציפיות לתואי נמוך של הריבית הנומינלית.

העשור הנדון אופיין בכך שהריבית הנומינלית – הן בארץ והן בעולם – היתה בסביבת הגבול התחתון שלה, כלומר בסביבת האפס. לכאורה, אם הריבית היתה יורדת מעבר לכך, ממשוואת פישר (3) אף היתה נגזרת אינפלציה צפויה נמוכה יותר. אך התמונה מעט יותר מורכבת מכך. האפקט הפיזריאני – לפיו ריבית נמוכה מביאה לאינפלציה נמוכה – הוא אפקט המתייחס לטווח הבינוני והארוך. על פי התיאוריה המקובלת, התיאוריה הניאו-קיינסיאנית, שינויים קצרי טווח של הריבית מביאים לשינוי הפוך באינפלציה.

לכן, אילו הריבית הנומינלית לא היתה מוגבלת, ואכן היתה יורדת נמוך יותר – אל מתחת לאפס – היא היתה פועלת בכך לירידת הריבית הריאלית של הטווח הקצר, באופן שהיה מאפשר עלייה מהירה של האינפלציה לתחום היעד. בין היתר בזכות ריסון הייסוף והשפעתו (אולי היא אף היתה הופכת את כיוונו). אילו אלה היו פני הדברים, הריבית הנומינלית שצפויה לשרור בהמשך היתה עולה, בד בבד עם עליית האינפלציה הצפויה, באופן שמקיים את משוואת פישר (3) לטווח הבינוני.

אם כן, ההשפעה של המדיניות המוניטרית בטווח הקצר (עליית אינפלציה כתגובה לירידת ריבית נומינלית) ואפקט פישר (לפיו עלייה של הריבית הנומינלית בטווח הבינוני והארוך עקבית עם אינפלציה גבוהה יותר) משתלבים למעשה באותה מסגרת תיאורטית. מאחר ששנים של הרחבה מוניטרית משמעותית לא הביאו בסופו של דבר לעלייה בסביבת האינפלציה, האפקט הפיזריאני – שלמעשה הופך את כיוון הסיבתיות בטווח

הבינוני – בהחלט יכול לספק הסבר משלים. במיוחד בהתחשב בעובדה שהאפקט הזה, כאמור, אינו סותר את התיאוריה הקונבנציונלית שמתמקדת בהשפעת הריבית בטווח הקצר, אלא משלים אותה באמצעות התייחסות לטווח הבינוני והארוך. בסופו של דבר, גם לפי התיאוריה הניאו-קיינסיאנית הקונבנציונלית, הכרזה על שינוי ביעד האינפלציה צפויה להביא לשינוי דומה בריבית הנומינלית, אולי אפילו מהר מאוד.

אם כן, ההתפתחות המשולבת של הריבית הריאלית לטווח הבינוני (כמשקפת התפתחויות ריאליות), עם ההשפעה של העקום הנומינלי בחו"ל על זה המקומי ועם הגבול התחתון של הריבית הנומינלית, הופכים את חלקי הפאזל לתמונה שלמה, הכוללת אינפלציה נמוכה – תוצאה שמנקודת מבטו של המשק הישראלי היא בלתי נמנעת כמעט.

אך יש לזכור ולראות את ההתפתחויות האלה בהקשרם הרחב. סביבת המדיניות והאינפלציה הנוכחית עוצבו על רקע שנים ארוכות במהלכן אופיין המשק באינפלציה גבוהה ותנודתית. ברקאי ולוויטן (2004) דנים בנוקדי האינפלציה הגבוהה שאפיינה את המשק הישראלי בשנות ה-70 וה-80. הם מציינים, בין היתר, את הפגיעה בצמיחה, את ההשפעות המְעוֹת על השכר הריאלי ועל מחירים אחרים, את התרחבות המגזר הפיננסי על חשבון מגזרים אחרים (במטרה להתמודד עם הגנות מפני האינפלציה),¹⁵ ואת הנטל ארוך הטווח בשל הגידול המשמעותי בחוב החיצוני של המשק.¹⁶

לפיכך, עצם העובדה שלמשך עשור מתמודד המשק עם אינפלציה אפסית כאתגר מדיניות, אין זה פישלון, אלא הישג של רפורמות מבניות ומתמשכות שהמשק הקריב רבות להשגתן. רפורמות שכללו הן תהליך ליברליזציה מתמשך, שבגינו קיימת השפעה חזקה של העקום הנומינלי בחו"ל על זה המקומי, והן מדיניות מוניטרית עצמאית ומקצועית (לצד משמעת פיסקלית) שייצבה את האינפלציה בסביבה נמוכה.

4. סיכום

הפרשנות שהוצעה כאן, להתפתחות האינפלציה במדינת ישראל במהלך העשור 2019-2010, התבססה על מסגרת חשיבה שהתייחסה לאינפלציה כאל אחד המרכיבים המשפיעים על מחירים ריאליים שונים, כדוגמת מחירה של שעת עבודה במונחי מוצרים. תחת מסגרת חשיבה כזו, הריבית הנומינלית מושפעת ומשפיעה על התפתחות האינפלציה במהלך הזמן, ושער החליפין הנומינלי – על התפתחות היחס שבין שיעורי האינפלציה של משקים שונים.

¹⁵ הם מצטטים אומדן לפיו במהלך שנות האינפלציה הגבוהה בישראל עלה משקל המגזר הפיננסי בתוצר מ-1.7% ל-5%.

¹⁶ הגידול בנטל החוב החיצוני משקף את היות האינפלציה עצמה, במידה רבה, ביטוי של גירעונות פיסקליים גבוהים ומתמשכים. הגירעונות הפיסקליים הם שגרמו לגירעונות בחשבון השוטף של מאזן התשלומים (היפותזת "הגירעונות התאומים").

בהתאם לכך, ההסברים שהוצעו כאן להתפתחות האינפלציה מתבססים על הסברים לשנויים מבניים המשפיעים ומושפעים משינויי מחירים יחסיים (כדוגמת מחיר שעת עבודה ביחס למחיר מוצרים) ועל הבדלים בקשיחות נומינלית של מחירים שונים. על פי התיאוריה המקובלת, עליה התבססו ההסברים שהוצעו כאן, מחירים יחסיים מתפתחים בשל השפעתן של התפתחויות ריאליות (כדוגמת הון אנושי, זמינות של משאבי טבע ופיריון טכנולוגי). ההבדלים בין הקשיחות הנומינלית של מחירים שונים קובעים כיצד תבוצע ההתאמה במחיר היחסי.

מדד המחירים לצרכן משמש משתנה מרכזי למדידת האינפלציה בישראל. אולם כדי להבין את התהליכים הקשורים אליו, נדרשת השלמת תמונה מכלילה המתייחסת למחירים היחסיים, תוך התמקדות גם במחירים אחרים שרלבנטיים לכלכלה – השכר, שער החליפין ועוד. בהסברים שהוצעו כאן נעשה אפוא ניסיון להציג את האינפלציה הנמוכה שאפיינה את המשק הישראלי, במהלך העשור השני של המילניום, כחלק מתמונה רחבה יותר. תמונה הכוללת התפתחות של מחירים יחסיים שונים, כתוצאה מתהליכים מבניים ועל רקע הבדלים במידת הקשיחות של מחירים שונים. השילוב של כל אלו משתקף, בין השאר, באינפלציה נמוכה. עם זאת, למרות הרמה הנמוכה שאפיינה אותה בשנים הללו, יש לזכור שבסופו של דבר התפתחות האינפלציה שיקפה יציבות מחירים וביטאה שינוי חד ביחס למציאות שאפיינה את המשק לאורך העשורים שקדמו לתקופה הנסקרת.

מה שהוצג כאן הוא בגדר פרשנות אפשרית בלבד. פרשנות שאינה מתיימרת להיות שלמה ומלאה, וודאי שלא בלעדית. בין שהפרשנות המוצעת מתארת את המציאות באופן מהימן ובין שלא, המסר החשוב העולה ממנה הוא שאינפלציה נמוכה במשך עשור, על רקע מדיניות שהיתה מרחיבה מאוד במהלך העשור הזה, מצריכה חיפוש אחר הסברים הנשענים על התפתחויות מתמשכות. הסברים שחורגים מהמסגרת המקובלת, המסתפקת בהנחה שהמדיניות היתה מרסנת או לא מרחיבה מספיק.

הסברים הנשענים על התפתחויות מתמשכות, או מבניות, נדרשים גם מסיבות נוספות: לאור העובדה שהרמה והתנודתיות של האינפלציה במהלך העשור הזה היו נמוכות באופן חריג בהשוואה לאלו שאפיינו את האינפלציה בעשורים מוקדמים יותר, לאור זאת שהירידה ברמת ובתנודתיות האינפלציה היא למעשה חלק מהתפתחות הנמשכת על פני שלושה עשורים, לאור העובדה שהיא נמוכה בהשוואה בינלאומית ולאור העובדה שהיא מלווה בהתפתחויות מתמשכות גם במאפיינים הריאליים של המשק (מאפיינים הבאים לידי ביטוי, בין השאר, בהתפתחויות המשמעותיות מאוד שהוצגו כאן – במאזן התשלומים ובשוק העבודה).

אחרי ככלות הכול, כפי שכבר צוין, את האינפלציה הנמוכה שאפיינה את העשור המדובר לא נכון לראות כפישלון, אלא כהישג כלכלי ארוך טווח: מעבר ממשק המאופיין בהיפר אינפלציה, על כל המשתמע מכך, למשק שמאופיין ביציבות מחירים.

מקורות

- ברקאי, ח', ונ', לויתן (2004), "האינפלציה הגדולה בישראל: 1973-1985", מתוך בנק ישראל: חמישים שנות חתירה לשליטה מוניטרית, בעריכת ח. ברקאי ונ. לויתן, הוצאת בנק-ישראל, 185-231.
- גרונאו, ר', וא', ספיבק (2020), "התמורות בחיסכון הפנסיוני, 1995-2015", מתוך אורות וצללים בכלכלת השוק: המשק הישראלי 1995-2015, בעריכת א. בן בסט, ר. גרונאו וא. זוסמן, הוצאת עם עובד, 331-377.
- דהן, מ' (2020), "אי השוויון בהכנסות בישראל: התפתחות ייחודית", מתוך אורות וצללים בכלכלת השוק: המשק הישראלי 1995-2015, בעריכת א. בן בסט, ר. גרונאו וא. זוסמן, הוצאת עם עובד, 525-472.
- זעירא, י' (2018), כלכלת ישראל. תל אביב: ידיעות ספרים.
- יכין, י', ונ', פרסמן (2014), "מודל של חשבונאות זרמים לשוק העבודה: יישום עבור ישראל", סקר בנק ישראל 88, 53-95.
- פרידמן, י' (2017), "ענפי טכנולוגיות המידע: עובדים, שכר והתמודדות עם זעזועים", הרבעון לכלכלה 61 (1), 145-177.
- סטרבצ'ינסקי, מ', וק', פלוג (2007), "צמיחה מתמשכת ומדיניות מאקרו-כלכלית בישראל", סקר בנק ישראל 80, 73-103.
- Binyamini, A., Z. Eckstein, K. Flug (2008), "The Evolution of Monetary-Policy Strategy and Exchange-Rate Regime in Israel", In "Economic and Financial Developments in Mediterranean Countries": An ECB Workshop, Frankfurt, June 24-25.
- Binyamini, A. (2021), "Structural Investigation of Israeli Labor Market Dynamics: A DSGE-Based Analysis", Bank of Israel Discussion Paper 2021-19.
- Argov, A., E. Barnea, A. Binyamini, E. Borenstein, D. Elkayam and I. Rozenshtrom (2012), "MOISE: A DSGE Model for the Israeli Economy", Bank of Israel Discussion Paper 2012-06.
- Djivre, J. and S. Ribon (2003), "Inflation, Unemployment, the Exchange Rate and the Monetary Policy in Israel, 1990-99: An SVAR Approach", *Israel Economic Review*, Vol. 1 No. 2, 71-99.
- Schumpeter, A. J. (1942), *Capitalism, Socialism and Democracy*, New York: Harper and Brothers.